

ẢNH HƯỞNG CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC ĐẾN SỰ ĐỒNG BIẾN ĐỘNG THANH KHOẢN CỔ PHIẾU

IMPACT OF INSTITUTIONAL INVESTORS ON STOCK LIQUIDITY COMMONALITY

Dinh Bảo Ngọc*

Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng¹

*Tác giả liên hệ: ngocdb@due.edu.vn

(Nhận bài: 27/8/2022; Chấp nhận đăng: 19/10/2022)

Tóm tắt - Nghiên cứu khảo sát tác động của nhà đầu tư tổ chức đến sự đồng biến động thanh khoản cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Sử dụng dữ liệu bao gồm toàn bộ công ty niêm yết ở cả hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong khoảng thời gian từ 2007 đến 2017, kết quả nghiên cứu cho thấy, nhà đầu tư tổ chức có mối quan hệ thuận chiều với đồng biến động thanh khoản cổ phiếu công ty. Kết quả này ủng hộ quan điểm hành vi giao dịch tương quan và đồng biến động thanh khoản chịu tác động do nguồn từ phía cầu thanh khoản. Nhà đầu tư tổ chức ở thị trường Việt Nam thường có xu hướng giao dịch theo danh mục cổ phiếu để phân tán rủi ro, thay vì giao dịch trên các cổ phiếu riêng lẻ, từ đó làm gia tăng sự biến động đồng bộ thanh khoản cổ phiếu.

Từ khóa - Nhà đầu tư tổ chức; thanh khoản; đồng biến động thanh khoản

1. Giới thiệu

Thanh khoản cổ phiếu là yếu tố quan trọng tác động đến việc thực hiện chức năng của thị trường chứng khoán. Một trong những chức năng quan trọng của thị trường chứng khoán là phân bổ vốn trong nền kinh tế. Các dòng vốn phải được đưa đến những nơi sử dụng hiệu quả (hiệu quả phân bổ) để có thể góp phần thúc đẩy quá trình tăng trưởng và phát triển nền kinh tế [1, 2]. Thanh khoản cổ phiếu đề cập đến sự “dễ dàng” khi giao dịch một cổ phiếu [3]. Điều này có nghĩa rằng tương ứng với một khối lượng giao dịch được xác định, giao dịch sẽ không có ảnh hưởng lớn đến giá cổ phiếu cũng như sẽ không mất nhiều thời gian để có thể khớp lệnh cổ phiếu thành công.

Đồng biến động thanh khoản của cổ phiếu là xu hướng theo đó thanh khoản của các cổ phiếu biến động đồng thời với nhau và tạo nên rủi ro thanh khoản hệ thống [4-6]. Thanh khoản của thị trường chứng khoán cao và rủi ro thanh khoản của thị trường thấp sẽ thúc đẩy các hoạt động giao dịch trên thị trường, nhất là các giao dịch dựa trên thông tin và từ đó sẽ giúp cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu [7, 8]. Bên cạnh đó, thanh khoản của thị trường tốt và rủi ro thanh khoản của thị trường thấp có thể sẽ tạo áp lực cho những người điều hành công ty, yêu cầu việc quản trị công ty tốt hơn. Thật vậy, thanh khoản tốt cho phép các nhà đầu tư có thể dễ dàng thực hiện rút vốn thông qua việc bán tháo cổ phiếu nếu họ nhận thấy, những người điều hành công ty không vì lợi ích của cổ đông [9].

Thanh khoản và rủi ro thanh khoản của thị trường là một trong những vấn đề thu hút sự quan tâm hàng đầu của các cơ quan quản lý, các doanh nghiệp cũng như các nhà

Abstract - This study investigates the impact of institutional investors on commonality in stock liquidity of listed firms on the Vietnamese stock market. Using a comprehensive data set for all stocks listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) and the Hanoi Stock Exchange (HNX) from 2007 to 2017, we find that institutional investors have positive impact on commonality in stock liquidity. Our findings are consistent with the correlated trading behavior and the demand-side explanation of stock liquidity commonality. In Vietnam, the institutional investors tend to trade in baskets to diversify risk, rather than in individual stocks, thereby increasing commonality in stock liquidity.

Key words - Institutional investors; stock liquidity; commonality in liquidity

đầu tư. Theo tìm hiểu của tác giả, hiện tại, chưa có nghiên cứu thực nghiệm trong nước nào liên quan đến vấn đề này được ghi nhận. Do vậy, việc nghiên cứu ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến sự đồng biến động thanh khoản của cổ phiếu trong điều kiện thực tế tại Việt Nam là vấn đề cấp thiết. Nghiên cứu này sẽ giúp cho các cơ quan quản lý nhà nước, các doanh nghiệp cũng như các nhà đầu tư nhận biết được tác động của nhà đầu tư tổ chức đối với đồng biến động thanh khoản cổ phiếu như thế nào, từ đó sẽ có chiến lược điều hành, quản trị và đầu tư phù hợp.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

Đồng biến động thanh khoản cổ phiếu là một nhân tố quan trọng của quyết định đầu tư và do vậy ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu [5, 10-12]. Theo các nghiên cứu lý thuyết, đồng biến động thanh khoản chịu tác động từ hai nguồn:

- Nguồn từ phía cung thanh khoản: Đồng biến động thanh khoản cổ phiếu có thể xảy ra khi các trung gian tài chính đối mặt với tình trạng hạn chế vốn [13-15]. Thật vậy, các trung gian tài chính cung cấp thanh khoản cho thị trường, song khi gặp khó khăn về vốn, các định chế tài chính này có thể cầm cố các chứng khoán mà họ đang nắm giữ như một khoản ký quỹ. Khi thị trường suy yếu hoặc khi rủi ro gia tăng, các trung gian tài chính phải gánh chịu thua lỗ do giá trị tài sản cầm cố sụt giảm hoặc phải gia tăng mức ký quỹ và từ đó bị buộc phải giảm dự trữ thanh khoản.

- Nguồn từ phía cầu thanh khoản: Đồng biến động thanh khoản cổ phiếu có thể được giải thích từ các quan điểm:

¹ The University of Danang - University of Economics (Dinh Bao Ngọc)

Giao dịch tương quan của nhà đầu tư, động cơ giao dịch có phiếu riêng lẻ, yếu tố tâm lý nhà đầu tư [4,16,17].

Nghiên cứu các nhân tố tác động đến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu có vai trò rất quan trọng đối với thị trường vốn và do đó cũng đã thu hút sự quan tâm đáng kể của nhiều học giả trên thế giới. Một nhân tố có ảnh hưởng trực tiếp đến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu là hoạt động giao dịch (giao dịch tương quan hay giao dịch cổ phiếu riêng lẻ của nhà đầu tư) và sự tiếp cận thông tin của những người tham gia giao dịch trên thị trường, trong đó, nhà đầu tư tổ chức là một thành phần quan trọng chính yếu. Các nghiên cứu trước đây chỉ ra rằng hiện tượng đồng biến động thanh khoản của cổ phiếu phổ biến ở cả các quốc gia riêng lẻ cũng như thị trường tài chính toàn cầu [4, 6, 17]. Ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu đã được nghiên cứu thực nghiệm ở một số quốc gia trên thế giới với những phương pháp và cách tiếp cận khác nhau. Đa số các nghiên cứu thực nghiệm đã minh chứng đồng biến động thanh khoản cổ phiếu chịu tác động chủ yếu bởi các nhân tố thuộc nguồn từ phía cầu thanh khoản.

Các nghiên cứu dự đoán tác động của nhà đầu tư tổ chức đến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu dựa trên hai quan điểm đối lập: Quan điểm *hành vi giao dịch tương quan* (correlated trading behavior) và quan điểm *động cơ giao dịch các cổ phiếu đơn lẻ* (incentives to trade individual securities). Quan điểm *hành vi giao dịch tương quan* cho rằng nhà đầu tư tổ chức thường có xu hướng giao dịch cổ phiếu theo danh mục, còn gọi là giao dịch theo rổ cổ phiếu (basket trading) hay giao dịch chỉ số (index trading). Chính điều này sẽ làm gia tăng sự biến động đồng bộ thanh khoản cổ phiếu [16-18]. Ngược lại, quan điểm *động cơ giao dịch các cổ phiếu đơn lẻ* lập luận rằng, nhà đầu tư tổ chức thường có xu hướng giao dịch những cổ phiếu đơn lẻ, thay vì giao dịch theo danh mục cổ phiếu là do các nhà đầu tư này có lợi thế về mặt thông tin. Chính lợi thế thông tin này sẽ dẫn đến xu hướng giao dịch những cổ phiếu đơn lẻ của các nhà đầu tư tổ chức, do vậy làm giảm đi sự biến động đồng bộ thanh khoản của các cổ phiếu do chính các nhà đầu tư tổ chức nắm giữ [19].

Tác động của nhà đầu tư tổ chức đến sự đồng biến động thanh khoản của cổ phiếu đã được nghiên cứu thực nghiệm ở một số quốc gia trên thế giới, chủ yếu là ở Mỹ. Tuy nhiên, kết quả của các nghiên cứu này không hoàn toàn đồng nhất với nhau. Một số nghiên cứu cung cấp minh chứng ủng hộ cho quan điểm *hành vi giao dịch tương quan*. Thật vậy, Kamara và cộng sự [18] đã nghiên cứu trên mẫu các công ty niêm yết tại Mỹ trong khoảng thời gian 25 năm. Kết quả nghiên cứu của các tác giả này cho thấy, sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trong công ty góp phần làm gia tăng sự biến động đồng bộ thanh khoản của các cổ phiếu do chính các nhà đầu tư tổ chức nắm giữ. Koch và cộng sự [16] cũng thực hiện nghiên cứu tại thị trường Mỹ và ghi nhận những kết quả tương đồng. Nghiên cứu này chỉ ra rằng tỷ lệ sở hữu của các quỹ đầu tư (mutual fund) trong các công ty càng cao, sự biến động đồng bộ thanh khoản của các cổ phiếu do chính các quỹ đầu tư này nắm giữ càng lớn. Mỗi quan hệ tương quan thuận giữa sở hữu của nhà đầu tư tổ chức và đồng biến động thanh khoản của cổ phiếu được lý giải là do hành vi giao dịch theo danh mục cổ phiếu của

nhà đầu tư tổ chức [20]. Tương tự với cách tiếp cận theo giả thuyết về phía cầu (demand-side hypotheses), Karolyi và cộng sự [17] đã sử dụng dữ liệu khá lớn, bao gồm 27.447 cổ phiếu của các công ty niêm yết từ 40 quốc gia (21 quốc gia phát triển và 19 quốc gia đang phát triển) trong khoảng thời gian từ 1995 đến 2009 để nghiên cứu về tính đồng biến động thanh khoản của cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu cũng ghi nhận rằng đồng biến động thanh khoản của cổ phiếu sẽ gia tăng ở các quốc gia có càng nhiều nhà đầu tư tổ chức nước ngoài với nhiều hoạt động giao dịch tương quan.

Bên cạnh những nghiên cứu ủng hộ cho quan điểm *hành vi giao dịch tương quan*, nhiều nghiên cứu đã hướng đến quan điểm *động cơ giao dịch các cổ phiếu đơn lẻ*. Lang và Maffett [21] đã tìm thấy mối quan hệ nghịch chiều giữa chất lượng thông tin của công ty và sự đồng biến động thanh khoản cổ phiếu hay rủi ro thanh khoản. Điều này cũng cho thấy, sở hữu của các nhà đầu tư tổ chức có tương quan nghịch với đồng biến động thanh khoản cổ phiếu. Lý giải cho mối quan hệ nghịch chiều này là do nhà đầu tư tổ chức thường có lợi thế hơn về mặt chất lượng thông tin của công ty nên có xu hướng giao dịch cổ phiếu đơn lẻ, ít giao dịch theo danh mục cổ phiếu, từ đó làm giảm đi sự biến động đồng bộ thanh khoản cổ phiếu. Deng [19] đã sử dụng dữ liệu từ 39 quốc gia trong khoảng thời gian từ 2000 đến 2014 để nghiên cứu mối quan hệ giữa đồng thanh khoản cổ phiếu và sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trên phạm vi toàn thế giới. Tuy nhiên, nghiên cứu này chỉ tập trung vào sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài. Kết quả nghiên cứu cũng đã chỉ ra rằng, nhà đầu tư tổ chức nước ngoài tác động nghịch chiều đến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu toàn cầu. Sự minh bạch của công ty là một cơ chế quan trọng thông qua đó nhà đầu tư tổ chức nước ngoài có thể làm giảm tính đồng biến động thanh khoản cổ phiếu. Gần đây, Vo và cộng sự [22] cũng đã sử dụng dữ liệu từ 40 quốc gia (không bao gồm Việt Nam) trong khoảng thời gian từ 2000 đến 2016 để khảo sát ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu. Kết quả của nghiên cứu này cũng ghi nhận nhà đầu tư tổ chức có mối quan hệ nghịch chiều với đồng biến động thanh khoản cổ phiếu và môi trường thông tin của công ty là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến mối quan hệ này.

Tại Việt Nam, theo tìm hiểu của tác giả, hiện tại, chưa có nghiên cứu trong nước nào liên quan đến việc đánh giá tác động của nhà đầu tư tổ chức đến sự đồng biến động thanh khoản của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Như vậy, mặc dù đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới về tác động của nhà đầu tư tổ chức đến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu, song các nghiên cứu trước đây phần lớn được thực hiện ở các nước phát triển, chủ yếu là Mỹ. Kết quả từ các nghiên cứu thực nghiệm này lại không hoàn toàn thống nhất với nhau do sự khác nhau về môi trường thể chế, cơ chế quản trị công ty, cấu trúc vi mô thị trường giữa các quốc gia... Chính sự khác nhau này có thể dẫn đến hành vi giao dịch và lợi thế thông tin của các nhà đầu tư tổ chức là khác nhau [23], từ đó tác động của nhà đầu tư tổ chức đến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu ở các quốc gia khác nhau có thể cũng sẽ khác nhau hoặc thậm chí không tồn tại.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Nguồn dữ liệu và mẫu nghiên cứu

Dữ liệu của nghiên cứu này bao gồm dữ liệu về giao dịch cổ phiếu, dữ liệu về sở hữu của nhà đầu tư tổ chức, dữ liệu kế toán trên các báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Dữ liệu được cung cấp bởi FiinGroup (trước đây là Stoxplus) – công ty chuyên thu thập và cung cấp các dữ liệu về kinh tế và tài chính hàng đầu tại Việt Nam.

Mẫu nghiên cứu bao gồm toàn bộ công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bao gồm cả hai Sở Giao dịch Chứng khoán (Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội) từ năm 2007 đến 2017.

3.2. Đo lường các biến nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, đồng biến động thanh khoản cổ phiếu của công ty sẽ được đo lường dựa trên phương pháp nghiên cứu của Chordia và cộng sự [4], Dang và cộng sự [24]. Cụ thể, đồng biến động thanh khoản cổ phiếu của công ty i trong năm được xác định dựa vào giá trị R^2 từ mô hình hồi quy sau:

$$\Delta RS_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \Delta RS_{M,t-1} + \beta_2 \Delta RS_{M,t} + \beta_3 \Delta RS_{M,t+1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó: $\Delta RS_{i,t}$ là chênh lệch tỷ lệ của thanh khoản cổ phiếu i ngày t so với ngày $t-1$.

$\Delta RS_{M,t}$ là chênh lệch tỷ lệ của thanh khoản thị trường ngày t so với ngày $t-1$. Danh mục thị trường được xác định bao gồm toàn bộ cổ phiếu niêm yết.

Thanh khoản cổ phiếu trong nghiên cứu này sẽ được ước lượng dựa trên đo lường tác động giá được đề xuất bởi Amihud [25]. Cụ thể, thanh khoản cổ phiếu i vào ngày t được đo lường:

$$\text{Amihud}_{i,t} = |R_{i,t}| / V_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó, $\text{Amihud}_{i,t}$ là biến đo lường thanh khoản cổ phiếu i vào ngày t ; $|R_{i,t}|$ là giá trị tuyệt đối của tỷ suất lợi tức cổ phiếu i vào ngày t ; $V_{i,t}$ là giá trị giao dịch cổ phiếu i vào ngày t . Cổ phiếu có giá trị *Amihud* cao thể hiện giá cổ phiếu biến động đáng kể dù chỉ với một giá trị giao dịch nhỏ. Điều này cũng có nghĩa rằng tác động giá lớn và như vậy, cổ phiếu có tính thanh khoản thấp. Để giảm bớt ảnh hưởng của quan sát ngoại lai (outliers) trong các mô hình hồi quy, tác giả biến đổi logarit tự nhiên biến thanh khoản.

Sở hữu của nhà đầu tư tổ chức cụ thể trong năm (IO) được xác định bằng tỷ lệ số lượng cổ phiếu được nắm giữ bởi nhà đầu tư tổ chức đó so với tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty trong năm đó [6, 23].

Các biến kiểm soát đặc thù công ty được xác định dựa trên cơ sở các nghiên cứu thực nghiệm trước [16-18]. Kết quả của các nghiên cứu này ghi nhận một số nhân tố đặc thù công ty có khả năng ảnh hưởng đến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu.

Tác giả kiểm soát trong mô hình hồi quy những biến đặc thù công ty nhằm tách rời ảnh hưởng ròng của biến sở hữu nhà đầu tư tổ chức đến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu để có thể loại bỏ tác động chi phối của những nhân tố đặc thù công ty đến quan hệ giữa nhà đầu tư tổ chức và đồng biến động thanh khoản cổ phiếu.

Các biến kiểm soát đặc thù công ty trong nghiên cứu này bao gồm:

+ Thanh khoản cổ phiếu (LIQ): Được ước lượng dựa trên đo lường tác động giá được đề xuất bởi Amihud [25];

+ Quy mô công ty (MV): Được đo lường bằng logarit tự nhiên giá trị vốn hóa của công ty vào thời điểm cuối năm;

+ Hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu công ty (MB): Được tính bằng logarit tự nhiên của hệ số này vào thời điểm cuối năm;

+ Tính bất ổn định của lợi tức cổ phiếu (STDR): Được đo lường bằng độ lệch chuẩn của tỉ suất lợi tức tuần của cổ phiếu trong năm đang được tính;

+ Tỉ suất lợi tức năm của cổ phiếu (RET): Được đo lường bằng chênh lệch giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm đang được tính so với giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm trước chia cho giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm trước;

+ Giá cổ phiếu (PRICE): Được xác định bằng logarit tự nhiên giá cổ phiếu của công ty vào ngày giao dịch cuối cùng của năm trước.

Để có thể hạn chế được ảnh hưởng của những quan sát ngoại lai (outliers), tác giả biến đổi hoặc loại bỏ các quan sát nhỏ hơn phân vị 1% và lớn hơn phân vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến (không áp dụng kỹ thuật này cho các biến đã được lấy logarit).

3.3. Mô hình nghiên cứu

Các phương pháp phân tích định lượng phù hợp được sử dụng trong nghiên cứu này nhằm đánh giá tác động của nhà đầu tư tổ chức đến sự đồng biến động thanh khoản cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Cụ thể, nghiên cứu thực hiện phân tích dựa trên mô hình hồi quy dữ liệu bảng với dạng tổng quát như sau:

$$LIQCOM_{i,t} = \alpha + \beta IO_{i,t-1} + \Sigma \gamma Controls_{i,t-1} + \theta_j + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó:

- $LIQCOM_i$ là biến đo lường đồng biến động thanh khoản cổ phiếu của công ty i ;

- IO_i là biến sở hữu của nhà đầu tư tổ chức, được xác định bằng tỷ lệ số lượng cổ phiếu của nhà đầu tư tổ chức so với tổng số cổ phiếu công ty đang được lưu hành;

- $Controls_i$ là các biến kiểm soát đặc thù công ty i (đã được trình bày ở trên).

Tất cả các biến trong mô hình (3) được đo lường theo năm. Mô hình (3) cũng bao gồm ảnh hưởng cố định ngành (θ_j) và ảnh hưởng cố định năm (δ_t) nhằm kiểm soát tác động của ngành và năm lên ảnh hưởng của của nhà đầu tư tổ chức đến sự đồng biến động thanh khoản cổ phiếu. Các biến độc lập được đưa vào mô hình (3) với giá trị trễ (lagged) nhằm hạn chế ảnh hưởng theo chiều ngược lại từ biến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu đến các biến độc lập trong mô hình này.

Đối với dữ liệu tài chính dạng bảng, khả năng tồn tại cả hiện tượng tương quan chéo (cross-correlation) và hiện tượng tự tương quan (autocorrelation) của biến thường có thể xảy ra. Trong trường hợp như vậy, sai số chuẩn được tính theo cách thông thường trong hồi quy với dữ liệu bảng sẽ bị chệch và tạo ra giá trị thống kê t (t -statistics) không

chính xác [26]. Để giải quyết vấn đề này, tác giả sử dụng sai số chuẩn robust (robust standard errors) để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất (heteroskedasticity) và đồng thời ước lượng sai số chuẩn theo cụm mỗi công ty (firm-level clustered standard errors) để giải quyết vấn đề tự tương quan khi tính giá trị thống kê t theo như phương pháp của Petersen [26].

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả các biến và ma trận tương quan

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả các biến đo lường đồng biến động thanh khoản cổ phiếu, biến tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức và các biến kiểm soát trong mô hình nghiên cứu. Nhà đầu tư tổ chức nắm giữ trung bình 30,5% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của các công ty niêm yết. Điều này có thể thấy, tại thị trường Việt Nam, nhà đầu tư tổ chức (gồm cả nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp và nhà đầu tư tổ chức thông thường) chiếm tỷ trọng thấp. Đa phần nhà đầu tư tham gia trên thị trường chứng khoán là nhà đầu tư cá nhân (gần 70%).

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Phân vị 95%	Giá trị trung vị	Phân vị 5%
LIQCOM	5889	-2,714	3,222	1,478	-1,937	-8,655
IO	4743	0,305	0,314	0,856	0,219	0,000
LIQ	5236	1,155	3,118	5,168	0,168	0,000
MV	6913	-1,778	1,825	1,457	-1,917	-4,503
MB	6912	-0,134	0,782	1,119	-0,112	-1,460
STDR	5091	0,140	0,076	0,284	0,125	0,051
RET	4808	0,004	0,446	0,747	0,000	-0,766
PRICE	5125	9,317	0,708	10,546	9,271	8,244

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 2 trình bày ma trận hệ số tương quan Pearson giữa các biến được sử dụng trong nghiên cứu. Nhìn chung, tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình là thấp và do vậy khả năng đa cộng tuyến trong các phân tích hồi quy được loại bỏ.

Bảng 2. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

Biến	LIQCOM	IO	LIQ	MV	MB	STDR	RET	PRICE
LIQCOM	1,000							
IO	-0,039	1,000						
LIQ	0,394	-0,022	1,000					
MV	-0,608	0,259	-0,198	1,000				
MB	-0,121	0,158	-0,017	0,566	1,000			
STDR	-0,053	-0,143	0,073	-0,229	-0,158	1,000		
RET	-0,115	0,035	-0,014	0,005	0,122	0,145	1,000	
PRICE	-0,253	0,202	-0,250	0,445	0,420	-0,041	0,116	1,000

4.2. Kết quả thực nghiệm

Bảng 3 trình bày kết quả xử lý dữ liệu nghiên cứu ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu. Xử lý dữ liệu được thực hiện dựa trên hồi quy với dữ liệu bảng cho mẫu gồm toàn bộ công ty niêm yết (không bao gồm các định chế tài chính) trên hai Sở Giao

dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong khoảng thời gian 2007-2017. Tất cả các biến độc lập được sử dụng trong mô hình hồi quy có giá trị trễ. Sai số chuẩn robust được sử dụng và được ước lượng theo cụm mỗi công ty.

Bảng 3. Nhà đầu tư tổ chức và đồng biến động thanh khoản cổ phiếu

Biến	Mô hình hồi quy	
	(1)	(2)
IO	1,120*** (9,60)	1,865*** (10,32)
LIQ	0,283*** (7,66)	0,258*** (6,02)
MV	-1,470*** (-45,74)	-1,529*** (-36,88)
MB	1,259*** (19,55)	1,230*** (-15,5)
STDR	-8,498*** (-14,92)	-7,531*** (-10,80)
RET	-0,507*** (-5,40)	-0,503*** (-4,25)
PRICE	0,160** (2,44)	0,050 (0,61)
Kiểm soát hiệu ứng	IY	IY
Số quan sát	3.909	2.621
Adj R ²	0,5789	0,5725

Ghi chú: I: Hiệu ứng ngành, Y: Hiệu ứng năm

*, **, *** thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 10%, 5%, và 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả từ bảng trên cho thấy, ước lượng hệ số hồi quy của biến sở hữu nhà đầu tư tổ chức là dương với mức ý nghĩa 1%. Điều này cho thấy, nhà đầu tư tổ chức có mối quan hệ thuận chiều với đồng biến động thanh khoản cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Ảnh hưởng là nhất quán ở cả 2 cột (1) và (2)². Cụ thể, ước lượng hệ số của biến sở hữu nhà đầu tư tổ chức là 1,12 (t-stat=9,60; 1,865 (t-stat=10,32) tương ứng cho hai trường hợp (1) và (2). Ngoài ra, giá trị R² hiệu chỉnh của các mô hình hồi quy đều tương đối cao cho thấy, các biến được sử dụng trong mô hình cùng với các ảnh hưởng cố định giải thích một phần đáng kể biến động của biến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu.

Kết quả nghiên cứu thống nhất với các kết quả thực nghiệm của một số nghiên cứu trên thế giới về ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu [16-18]. Kết quả này ủng hộ quan điểm hành vi giao dịch tương quan. Nhà đầu tư tổ chức thường có xu hướng giao dịch theo danh mục cổ phiếu, từ đó làm gia tăng sự biến động đồng bộ thanh khoản cổ phiếu. Song kết quả này lại không thống nhất với các kết quả thực nghiệm của một số nghiên cứu khác trên thế giới về ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu [19, 21, 22]. Điều này được lý giải do đặc điểm của nhà đầu tư

² Cột 1: Trường hợp biến nhà đầu tư tổ chức (IO) không có dữ liệu, tác giả cho biến này nhận giá trị bằng 0 để tránh mất thông tin
Cột 2: Tác giả chỉ sử dụng các quan sát có dữ liệu đối với biến nhà đầu tư tổ chức (IO).

tổ chức trong các công ty ở Việt Nam. Phần lớn nhà đầu tư tổ chức tại Việt Nam là nhà đầu tư tổ chức thông thường, ít có lợi thế về mặt thông tin nên có xu hướng giao dịch theo rõ cổ phiếu nhằm hạn chế rủi ro. Số lượng nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp như các quỹ đầu tư tại Việt Nam còn khá ít.

Kiểm định độ tin cậy của kết quả nghiên cứu (Robustness checks)

Một số phân tích được thực hiện thêm trong nghiên cứu này nhằm kiểm định độ tin cậy của các kết quả đã được ghi nhận về tác động của nhà đầu tư tổ chức đến sự đồng biến động thanh khoản cổ phiếu của các công ty ở Việt Nam. Phân tích trong phần trên cũng đã chỉ ra mối quan hệ giữa sở hữu nhà đầu tư tổ chức và đồng biến động thanh khoản cổ phiếu sau khi kiểm soát những biến đặc thù công ty và các ảnh hưởng cố định (ảnh hưởng cố định ngành và ảnh hưởng cố định năm) có thể tác động chi phối đến mối quan hệ này. Song, một số vấn đề nội sinh (endogeneity) tiềm tàng có thể ảnh hưởng đến độ tin cậy của các kết quả nghiên cứu được ghi nhận ở phần trên.

Có thể tồn tại khả năng một nhân tố nào đó thuộc đặc thù công ty không thay đổi (hoặc ít thay đổi) theo thời gian và không thể quan sát có tác động chi phối đến quan hệ giữa sở hữu nhà đầu tư tổ chức và đồng biến động thanh khoản cổ phiếu. Để giải quyết khả năng này, tác giả kiểm soát thêm ảnh hưởng cố định công ty (firm-fixed effects) trong mô hình hồi quy. Ngoài ra, có thể có tác động theo chiều ngược lại (reverse causality) từ đồng biến động thanh khoản cổ phiếu đến sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trong công ty. Tác giả đã sử dụng giá trị trễ của biến độc lập (lagged) trong mô hình hồi quy nhằm cố gắng hạn chế khả năng này. Tuy nhiên, nếu như biến phụ thuộc (đồng biến động thanh khoản cổ phiếu) có sự tương quan cao theo thời gian, khả năng quan hệ nội sinh giữa biến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu và biến sở hữu của nhà đầu tư tổ chức vẫn có thể tồn tại. Để có thể giải quyết thêm vấn đề này, tác giả đã kiểm soát thêm biến trễ đồng biến động thanh khoản cổ phiếu (*L.LIQCOM*) trong các mô hình hồi quy và ước lượng mô hình này bằng cách sử dụng ước lượng System-GMM (SysGMM).

Các kết quả phân tích tính bền vững này được trình bày ở Bảng 4. Có thể thấy, kết quả của mô hình ảnh hưởng cố định vẫn tương đối nhất quán với kết quả trong phân tích chính. Ước lượng hệ số của biến sở hữu nhà đầu tư tổ chức vẫn dương và có ý nghĩa thống kê (ở mức 5%) ở trường hợp (1). Hơn nữa, giá trị R^2 hiệu chỉnh của các mô hình hồi quy đều khá cao (trên 80%) cho thấy, các biến được lựa chọn cùng với các ảnh hưởng cố định trong mô hình có thể giải thích sự biến động của biến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu. Kết quả phân tích tác động của nhà đầu tư tổ chức đến sự đồng biến động thanh khoản của các công ty bằng cách kiểm soát thêm biến trễ đồng biến động thanh khoản cổ phiếu, cho thấy các ước lượng hệ số trên các biến sở hữu của nhà đầu tư tổ chức vẫn không thay đổi về mặt định tính và các giá trị ước lượng hệ số vẫn có ý nghĩa thống kê (vẫn dương với mức ý nghĩa 1%). Cụ thể, ước lượng hệ số của biến sở hữu nhà đầu tư tổ chức là 0,261 (t-stat=2,99); 0,416 (t-stat=3,21) tương ứng cho hai trường hợp (1) và (2). Như vậy, kết quả một lần nữa cũng chỉ ra

rằng nhà đầu tư tổ chức có mối quan hệ thuận chiều với đồng biến động thanh khoản cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Bảng 4. Kiểm định độ tin cậy của kết quả nghiên cứu

Biến	Hiệu ứng cố định		SysGMM	
	(1)	(2)	(1)	(2)
L.LIQCOM			0,757*** (23,84)	0,758*** (19,22)
IO	0,310** (2,47)	0,393 (1,51)	0,261*** (2,99)	0,416*** (3,21)
LIQ	0,106*** (9,30)	0,098*** (4,29)	-0,019 (-1,24)	-0,023 (-1,10)
MV	-1,974*** (-19,50)	-2,209*** (-11,07)	-0,529*** (-10,99)	-0,552*** (-9,02)
MB	1,448*** (12,99)	1,736*** (8,63)	0,204*** (2,99)	0,199** (2,40)
STDR	-4,615*** (-9,79)	-4,099*** (-6,20)	-4,456*** (-8,63)	-3,803*** (-6,52)
RET	-0,696*** (-10,17)	-0,715*** (-7,60)	-0,461*** (-5,76)	-0,452*** (-4,56)
PRICE	-0,302*** (-4,45)	-0,275*** (-2,69)	0,376*** (7,39)	0,391*** (6,08)
Hiệu ứng	FY	FY	IY	IY
Số quan sát	4.056	2.731	4.056	2.731
AR(1)			0,000	0,000
AR(2)			0,510	0,289
Adj R ²	0,8060	0,8134		

Ghi chú: F: Hiệu ứng cố định công ty, I: Hiệu ứng ngành, Y: Hiệu ứng năm

*, **, *** thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 10%, 5%, và 1%,

Nguồn: Tính toán của tác giả

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Nghiên cứu đã tập trung đánh giá tác động của nhà đầu tư tổ chức đến sự đồng biến động thanh khoản cổ phiếu của các công ty. Sử dụng dữ liệu bao gồm toàn bộ công ty niêm yết ở cả hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP, Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong khoảng thời gian từ 2007 đến 2017, kết quả nghiên cứu cho thấy, nhà đầu tư tổ chức có mối quan hệ thuận chiều với đồng biến động thanh khoản cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Thực tế cho thấy, số lượng nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp như các quỹ đầu tư tại Việt Nam còn khá ít. Phần lớn nhà đầu tư tổ chức tại Việt Nam là nhà đầu tư tổ chức thông thường, ít có lợi thế về mặt thông tin nên có xu hướng giao dịch theo danh mục cổ phiếu nhằm hạn chế rủi ro, từ đó làm gia tăng sự biến động đồng bộ thanh khoản cổ phiếu do chính các nhà đầu tư tổ chức nắm giữ.

Nghiên cứu này có ý nghĩa cả về mặt học thuật và thực tiễn. Về mặt học thuật, nghiên cứu góp phần làm rõ mối quan hệ giữa nhà đầu tư tổ chức và sự đồng biến động thanh khoản cổ phiếu. Về mặt thực tiễn, kết quả của nghiên cứu chỉ ra tác động của nhà đầu tư tổ chức đến đồng biến động thanh khoản cổ phiếu tại Việt Nam. Những hàm ý từ kết quả nghiên cứu có ý nghĩa quan trọng đối với nhà hoạch

định chính sách, đối với công ty và cả nhà đầu tư.

Nghiên cứu sẽ giúp cho các nhà hoạch định chính sách, các cơ quan quản lý nhà nước xây dựng các chính sách phù hợp nhằm ổn định và gia tăng hiệu quả của thị trường chứng khoán, góp phần thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế. Cụ thể, để có thể ổn định và gia tăng hiệu quả của thị trường chứng khoán, các nhà hoạch định chính sách cần chú trọng đến việc xây dựng chính sách, chẳng hạn như tạo điều kiện thuận lợi cho việc thành lập các quỹ đầu tư chuyên nghiệp, thu hút vốn đầu tư từ các quỹ đầu tư nước ngoài, áp dụng các ưu đãi về thuế... nhằm khuyến khích phát triển hình thức đầu tư thông qua các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài. Ngoài ra việc tiếp tục hoàn thiện môi trường thể chế cũng như cải thiện môi trường thông tin để đảm bảo quyền lợi của nhà đầu tư và doanh nghiệp cũng là những vấn đề mà các nhà hoạch định chính sách cần chú trọng thực hiện.

Nghiên cứu có ý nghĩa đối với các nhà quản trị trong việc xây dựng cơ chế quản trị công ty hiệu quả nhằm tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu, từ đó góp phần thu hút nhà đầu tư. Cụ thể, các nhà quản trị của công ty cần cân nhắc và thận trọng khi xác định mức độ và cơ cấu sở hữu của các nhà đầu tư tổ chức trong công ty, hạn chế rủi ro thanh khoản hệ thống. Ngoài ra, nghiên cứu cung cấp cơ sở khoa học cho các nhà đầu tư trong việc lựa chọn danh mục đầu tư thích hợp. Mức độ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trong công ty là một chỉ báo giúp nhà đầu tư đánh giá rủi ro thanh khoản của cổ phiếu, từ đó có thể xây dựng danh mục đầu tư thích hợp hơn.

Lời cảm ơn: Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ Phát triển Khoa học và Công nghệ - Đại học Đà Nẵng trong đề tài có mã số B2019-DN04-29.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Tobin J., "On the efficiency of the financial system", *Lloyd's Bank Review*, 153, 1984, 1-15.
- [2] Levine, R., Zervos, S., "Stock markets, banks, and economic growth", *American Economic Review*, 88, 1998, 537-558.
- [3] Amihud, Y., Mendelson, H., Pedersen, L.H., "Liquidity and asset prices", *Foundations and Trends in Finance*, 1, 2005, 269-364.
- [4] Chordia, T., Roll, R., Subramanyam, A., "Commonality in liquidity", *Journal of Financial Economics*, 56, 2000, 3-28.
- [5] Acharya, V.V., Pedersen, L.H., "Asset pricing with liquidity risk", *Journal of Financial Economics*, 77, 2005, 375-41.
- [6] Brockman, P., Chung, D.Y., Yan, X., "Block ownership, trading activity, and market liquidity", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 2009, 1403-1426.
- [7] Dow, J., Gorton, G., "Stock market efficiency and economic efficiency: Is there a connection?", *Journal of Finance*, 52, 1997, 1087-1129.
- [8] Subrahmanyam, A., Titman, S., "Feedback from stock prices to cash flows", *Journal of Finance*, 56, 2001, 2389-2413.
- [9] Edmans, A., Manso, G., "Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders", *Review of Financial Studies*, 24, 2011, 2395-2428.
- [10] Pastor, L., Stambaugh, R.F., "Liquidity risk and expected stock returns", *Journal of Political Economy*, 111, 2003, 642-685.
- [11] Liu, W., "A liquidity-augmented capital asset pricing model", *Journal of Financial Economics*, 82, 2006, 631-671.
- [12] Lee, K., "The world price of liquidity risk", *Journal of Financial Economics*, 99, 2011, 136-161.
- [13] Coughenour, J., Saad, M., "Common market makers and commonality in liquidity", *Journal of Financial Economics*, 73, 2004, 37-70.
- [14] Brunnermeier, M.K., Pedersen, L.H., "Market liquidity and funding liquidity", *Review of Financial Studies*, 22, 2009, 2201-2238.
- [15] Hameed, A., Kang, W., Viswanathan, S., 2010, Stock market declines and liquidity, *Journal of Finance*, 65, 257-293.
- [16] Koch, A., Ruenzi, S., Starks, L., "Commonality in liquidity: a demand side explanation", *Review of Financial Studies*, 29(8), 2009, 1943-1974.
- [17] Karolyi, G.A., Lee, K.H., VanDijk, M.A., "Understanding commonality in liquidity around the world", *Journal of Financial Economics*, 105, 2012, 82-112.
- [18] Kamara, A., Lou, X., Sadka, R., "The divergence of liquidity commonality in the cross-section of stocks", *Journal of Financial Economics*, 89, 2008, 444-466.
- [19] Deng, B., Li, Z., Li, Y., "Foreign institutional ownership and liquidity commonality around the world", *Journal of Corporate Finance*, 51, 2018, 20-49.
- [20] Gorton, G.B., Pennacchi, G.G., "Security baskets and index-linked securities", *Journal of Business*, 66, 1993, 1-27.
- [21] Lang, M., Maffett, M., "Transparency and liquidity uncertainty in crisis periods", *Journal of Accounting and Economics*, 52, 2011, 101-125.
- [22] Vo, T.T.A., Dang, T.L., Dang, M., Hoang, V.A., "Institutional ownership and commonality in liquidity", *Research in International Business and Finance*, 57, 2021, 101422.
- [23] Ferreira, M.A., Matos, P., "The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world", *Journal of Financial Economics*, 88, 2008, 499-53.
- [24] Dang, T.L., Moshirian, F., Wee, C.K.G., Zhang, B., "Cross-listings and liquidity commonality around the world", *Journal of Financial Markets*, 22, 2015, 1-26.
- [25] Amihud, Y., "Illiquidity and Stock Returns Cross-Section and Time-Series Effects", *Journal of Financial Markets*, 5, 2002, 31-56.
- [26] Petersen, M.A., "Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches", *Review of Financial Studies*, 22, 2009, 435-480.